

¿Y ahora qué? Análisis y un porfolio postguerra

Analisis.....	- 3 -
En la nota anterior.....	- 3 -
Evolución de los sectores en los EE.UU.....	- 3 -
Evolución de los sectores en Europa.....	- 4 -
Conclusión.....	- 4 -
La FED.....	- 5 -
Los inversores se enfrentan a unos mercados sesgados por diferentes capas:	- 5 -
Por el lado asiático-chino.....	- 6 -
Como comentario añadido.....	- 6 -
Últimos datos de China.....	- 7 -
Renta fija.....	- 9 -
EE.UU.....	- 9 -
La curva invertida.....	- 9 -
Subastas 10 años EE.UU.....	- 10 -
Mayores y menores incrementos de tipos desde diciembre de 2021.....	- 11 -
Evolución del 7 y del 3 años de los EE.UU.....	- 12 -
El spread entre estos 2 vencimientos.....	- 13 -
Europa.....	- 14 -
Alemania.....	- 14 -
España.....	- 15 -

Italia	- 16 -
Porfolio post-guerra	- 18 -
Correlaciones.....	- 19 -
Ratios individuales.....	- 20 -
Ratios del conjunto.....	- 21 -
Contribución de cada activo a la volatilidad de la cartera	- 22 -
El porqué de cada activo	- 23 -
Inticash Money 3M Eur	- 23 -
MFS Meridian U.S. Government Euro	- 23 -
Eleva Retorno Abs. Europa Eur.....	- 23 -
Pictet TR Atlas Titan Eur	- 24 -
Man GLG Pan-European Equity Growth Class.....	- 24 -
BL Equity America H Eur	- 24 -
MainFirst Global Equities Unconstrained.....	- 25 -
MS GLOBAL BRANDS	- 25 -
LM INFRAESTRUC. VALUE EUR	- 25 -
Pictet Security EUR	- 25 -
ETF ISHARES STOXX 600 AUTO & PART	- 25 -
ETF ISHR EUR 600 TRAVEL LEIS D	- 26 -
ISHARES MSCI EM ACC EUR.....	- 26 -
Conclusiones:.....	- 27 -

Analisis

En la nota anterior

En los momentos críticos del conflicto bélico, se hablaba de los nichos de mercado que presentaban una mayor o menor penalización y cuales tendrían una mayor o menor recuperación. Hace dos semanas se había completado la V o estaba a punto, ahora han vuelto a recortar, sobre todo los cíclicos. Se ha destapado de nuevo la capa de los aumentos de tipos y las consecuencias de que los banqueros centrales no estén muy finos. Y el problema bélico ha pasado a un segundo lugar, una capa por debajo. Ahora nos planteábamos qué tipo de sectores y activos deberíamos de potenciar y en qué momento.

Evolución de los sectores en los EE.UU.

Desde el 09/02/22 -comienzo de los descensos provocados por la invasión de Ucrania-. Datos a jueves 14/04/22:

	Financials	Energy	H. Care	Consumer Discr.	Industrials	Utilities	Consumer Basic	Inf. Tech	Telecom	Bloomberg Commodity Spot
Desde 09-02-22	-7,63%	15,05%	6,33%	-5,20%	-3,09%	12,00%	3,58%	-4,82%	-3,99%	14,25%
Desde mínimos	6,73%	20,22%	14,16%	11,38%	5,98%	19,60%	10,55%	8,13%	6,89%	11,71%
Para el corto plazo hasta que se complete la V pre-bélica										
Desde 09-02-22	-0,23%	4,30%	4,42%	-5,20%	-2,43%	3,44%	2,99%	-3,42%	-3,24%	10,63%
Desde mínimos	-1,01%	4,00%	3,88%	-6,40%	-3,24%	2,65%	3,20%	-6,51%	-5,45%	-0,91%

Los sectores defensivos están por encima de los niveles pre-guerra. Los más cíclicos se encuentran por debajo, pero consiguieron alcanzarlos o superarlos hace dos semanas. **Una vez que estos cíclicos recuperen los niveles preguerra, definidos en 09/02/2022, se realizaría un cambio más orientado a defensivos.** Probablemente, sino pasará nada muy importante, sería la recomendación para una gran parte del año.

Evolución de los sectores en Europa

	Banks	Energy	H. Care	Consumer Discr.	Travels &Leisure	Utilities	Consumer Basic	Tech	Telecom	Autos&Parts
Desde 09-02-22	-16,63%	4,83%	14,79%	-12,40%	-12,97%	3,23%	12,60%	-11,55%	-0,24%	-17,40%
Desde mínimos	14,95%	13,65%	18,36%	9,71%	12,18%	11,02%	20,60%	5,04%	14,27%	11,03%

En Europa, sobre el Stoxx 600, la misma estrategia. Probablemente los niveles pre-guerra -09-02-22- se tarden más en recuperar. Por lo que ahora sobreponderamos estos cíclicos -muestran más recorrido- y posteriormente, sino tardan en exceso, giramos a defensivos.

Sobre los bancos, hay que tener en cuenta las declaraciones del pasado jueves 14 de la presidenta del BCE, C. Lagarde, donde pospone hasta la próxima reunión de junio la decisión de retirada de las compras de bonos y la de incrementos de los tipos, como primer objetivo el 0% en la tasa de depósito. Al mismo tiempo el Stoxx 600 subía un 0,6%, los bancos un tibia 1% y en los mercados de deuda europeos retrocedían los tipos sobre todo en los cortos plazos -aunque en las últimas sesiones habían subido al calor de ciertas expectativas-. La sensación fue la de que los mercados van más allá de la ambigüedad del discurso y de que probablemente sea más un deseo que una realidad. Europa no está en la misma coyuntura que los EE.UU., como dijo la propia presidenta del BCE. Aquí una retirada de estímulos y un incremento de los tipos daría como resultado, sí o sí, una recesión.

Conclusión

Las inversiones cíclicas en los EE.UU. también consiguieron remontar las caídas provocadas por la guerra y se encuentran en una situación parecida a la anterior: donde los sectores defensivos eran los que mejor se estaban desarrollando.

En el anterior escenario pre-guerra, donde se temía a la inflación y a las subidas de tipos, ¿qué tendría que pasar para que los cíclicos cogieran el testigo a los defensivos? Y una respuesta sería que se viera crecimiento con una relajación de los precios. ¿Tenemos esa perspectiva a corto plazo? No. ¿Y a medio plazo? No, si en China siguen las restricciones por Covid y seguimos con falta de visibilidad por el impacto del precio de las materias primas por la guerra. Por lo tanto, nos tendríamos que situar en un escenario como el anterior, donde la batuta la llevaba el virus, añadiéndole la huella de la guerra sobre las materias primas. Ante esta situación de incertidumbre tiene mucho sentido hacer de nuevo un giro hacia los defensivos. Si bien, vamos a mantener la parte cíclica europea a través de los ETF.

La FED

No ha elevado los tipos con furia, hasta ahora -ayer el halcón J. Bullard de St. Louis apoyaba una subida de 75 pbs para llegar al 3.5% a final de año-, como hace más de 4 décadas, porque saben que así se cargarían sí o sí el crecimiento y forzarían, sí o sí, una recesión. **Y probablemente les sea más cómodo levantar esta situación con esta postura flexible, que desde una recesión.** Y si están subiendo ligeramente los tipos será probablemente para crear un colchón y tener herramientas monetarias para cuando realmente se vean con el agua al cuello -los spreads de los futuros sobre los eurodólares señalan el 2023-. Este argumento también se extrapola a los últimos comentarios de miembros de la FED con disposición de poner a la venta más bonos -los que se compraron durante este último QE-, sobre los esperados. En concreto un 1 trillón USD al año. Es decir, deshacerse de ese montón de bonos que ahora forman parte de su balance para hacerse con más liquidez, para cuando vengan mal dadas de verdad.

Los inversores se enfrentan a unos mercados sesgados por diferentes capas:

- ✓ La más actual, la más exterior, de la que se está saliendo, es de la bélica. Los mercados, según la región y el sector, están completando o han completado la V, sobre estas últimas caídas.
- ✓ Estamos entrando, valorando, el impacto de los precios de las materias primas por la guerra. En función de la región y el sector, etc. Y de los coletazos de las sanciones impuestas a lo “made in Russia”.
- ✓ Otra capa son las consecuencias de la Pandemia: recordemos que se paró la economía, se le tuvo que asistir y, ahora, se le quitan las muletas. Veremos qué tal camina y que no tenga recaídas -véanse las restricciones actuales en China y el pico de la variante BA de Omicron en UK-.
- ✓ Detrás, pero haciendo mucho ruido, están los bancos centrales con la FED a la cabeza anunciando más retiradas de estímulos y subidas de tipos. Comprar bonos es dar liquidez al sistema y vender bonos es una retirada de liquidez del mismo. **Menos liquidez se traduce en incrementos de los intereses en los mercados de deuda, préstamos más caros y un mayor estrés.**





Estas variables no son complementarias y de serlo caminan como un funambulista, por una línea muy fina. Por lo que, entramos en una fase de fe sobre las actuaciones correctas de los banqueros centrales.

Se va uniendo una crisis sobre otra. Desde la inmobiliaria en 2008, hasta la actual invasión de Ucrania. Todas asistidas con ayudas. Esta última es la amortiguación de los precios de las materias primas para los consumidores finales y las empresas. Y los mercados agradecidos. Ya iremos viendo cómo se van

digiriendo estos apoyos en forma de incrementos de deuda o desviaciones de presupuesto. Pero de momento se está comenzando a asistir. Así en el corto y medio plazo deberíamos de tomar cierto aliento.

Por el lado asiático-chino

El Shenzhen chino lleva en el año una caída del -20% y del -12% desde los tambores de guerra. Apenas ha conseguido remontar un 3,5% desde los mínimos de mediados de marzo. Sin duda los operadores son muy cautelosos por:

-  La posible identificación de ayudas a Rusia por parte de China, por las sanciones que puedan aparejar.
-  Por las “auditorías” o no de las cotizadas chinas en los mercados de los EE.UU., que las puedan sacar de estos índices.
-  Por las restricciones por la Covid.
-  Problemas internos con sus grandes tecnológicas, con el sector inmobiliario, etc.

Habría que remarcar que saldrán reforzados de esta coyuntura y que, como ya ha pasado en otras ocasiones, apoyarán al país con sus tremendos ahorros cuando la cosa se ponga fea de verdad y el mundo entero languidez.

Como comentario añadido

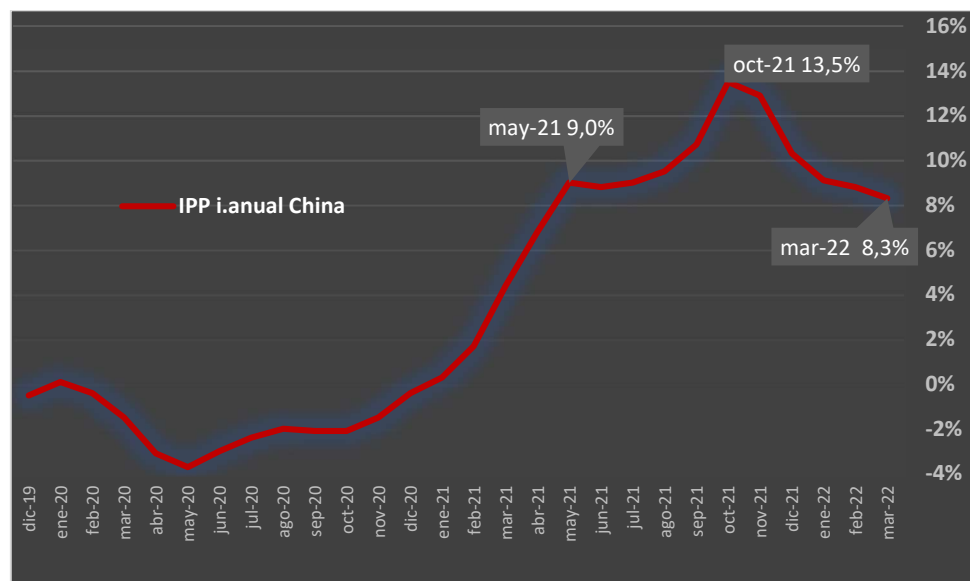
Esta guerra puede ser el punto de inflexión de la bipolaridad casi total entre Occidente y Oriente. Mientras el mundo caía en la gran depresión financiera de 2008, China con su gran emergencia y recursos se aprovechó de la coyuntura. Potenciando su ya consolidado mercado interno -convirtiéndose el lugar donde se podía vender, ya que el resto palidecía-, apropiándose de las tecnologías occidentales, agudizando su pasotismo sobre las reglas del comercio mundial y actualizando la Ruta de la Seda -la Franja y la Ruta-. De este modo, hay quien dice que ya con esta Ruta podrían desacoplarse de la dependencia de Occidente -EE. UU. y de Europa fundamentalmente-. Pensamos que aún le queda hacerse con la parte de Iberoamérica, pero están en ello.

Esto se lleva orquestando desde hace tiempo, pero en esa reunión previa a la invasión de Ucrania entre Xi Jinping y Putin, donde salió la famosa declaración de “una amistad sin límites”, entre dos países que no se pueden ni ver, probablemente fuese el sonoro cañonazo de “una bipolaridad sin límites”.

Se reconoce que Evolutio puede tener presencia en China a través del gran índice de emergentes, pero, por principios, no invierte directamente. Si bien hay que analizarla, tenerla en cuenta, dado que es la segunda economía mundial y que la evolución de Asia, y del mundo, depende en gran medida de esta.

Últimos datos de China

El último dato de inflación en China, de marzo, refleja un dato nulo en el mes y un incremento de 6 décimas sobre febrero, hasta el 1,5%. Un dato muy flojo. Sobre todo si lo compramos con occidente. La fábrica del mundo, China, presentó su IPP -índice de precios de producción- con recorte de 5 décimas, hasta el 8.3% -este dato está más en consonancia y tiene su reflejo en Occidente-:



Estos datos se podrían presentar como positivos y un esperado reflejo para las economías occidentales, pero tienen un componente temporal muy sesgado por el Covid.

Ayer se presentaron los datos sobre el Índice de Producción Industrial, las ventas minoristas y el PIB del 1T-22. Una imagen vale más que mil palabras

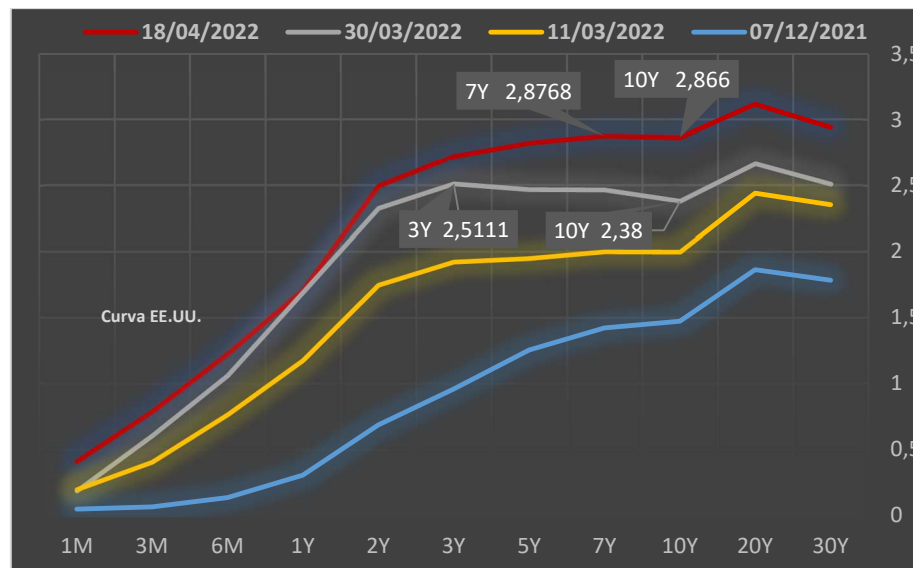


Estos datos no frenarán los estímulos del Partido. Es más, desde Evolutio se piensa que, aunque en la actualidad no se estén realizando las ayudas anunciadas, estas se darán en el momento que el Partido considere oportuno, para impulsar el crecimiento. **Esto le dará apoyo a toda la zona y, muy probablemente, al mundo en general.**

Renta fija

EE.UU.

La curva invertida

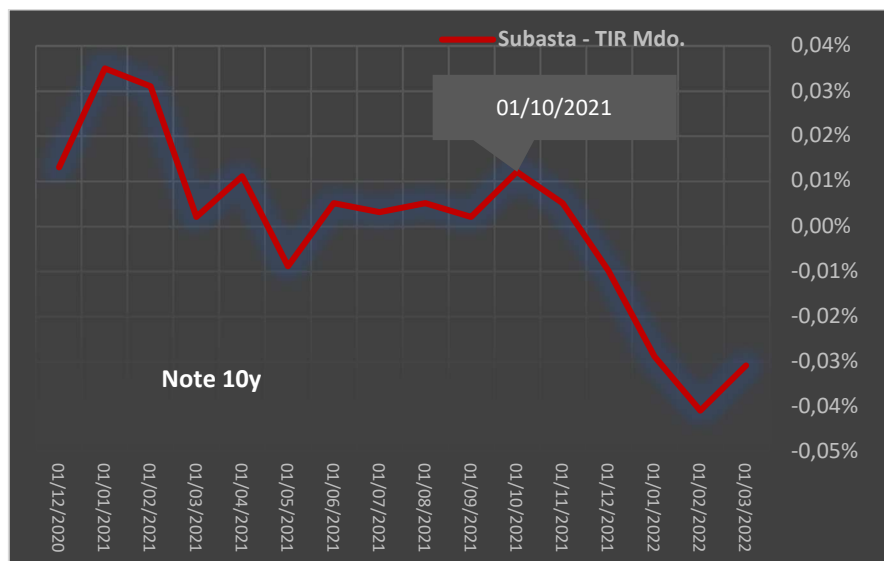


En marzo había claramente un tramo invertido, de los 3 a los 10 años. Ahora este se marca una leve inversión entre el 7 y el 10 años, de tan solo un punto básico. Sobre el papel, una mayor tensión en el corto plazo que en el largo auguran tambores de recesión. Pero desde Evolutio se piensa que la razón radica en que los tipos han estado muy bajos desde que comenzó la pandemia, y una vez que el bono superó la importante barrera del 1,5% -que es el dividendo medio del S&P 500- las compras institucionales se han ido incrementando en gran medida, focalizándose más en la parte larga, como se puede observar en el siguiente punto sobre “subastas del 10y EE. UU.”. El tramo largo, del 10 al 30 años, es donde se centran las aseguradoras -para machear pensiones-, y los bancos -negocio de prestatario a corto e inversor a largo-. Es decir, van pudiendo más los aumentos de las compras sobre el 10 años que las del 7 años -que presionan hacia abajo de ese rendimiento- que las propias tensiones -ventas- de la curva -de los mercados- por la inflación y los consiguientes descuentos de subidas de tipos.

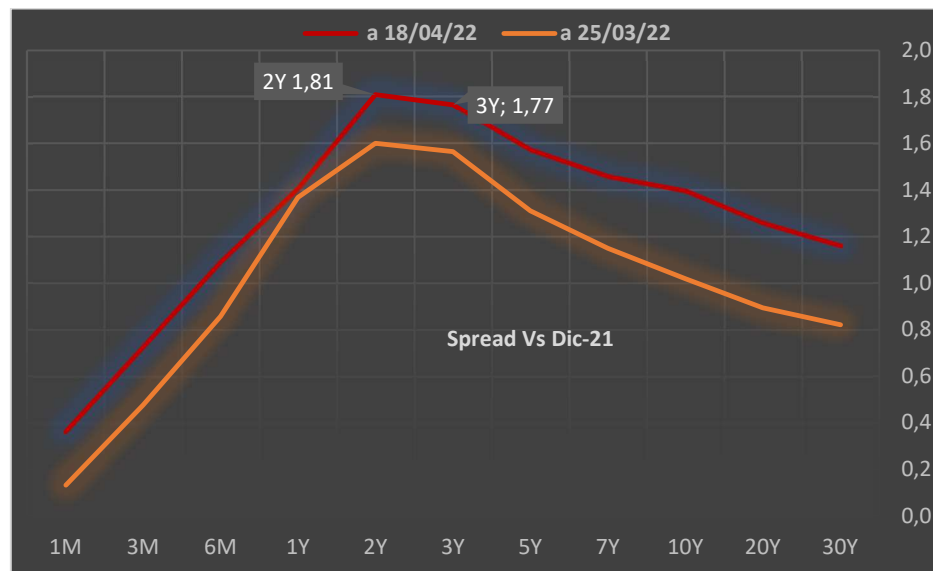
En estas dos últimas semanas se ha hablado mucho de la recesión, de la inversión de la curva americana y que de ahí los recortes en las bolsas -sobre todo en los cíclicos-. Vemos como los tipos han experimentado una subida en paralelo -línea azul del martes 12- y se ha ganado aplanamiento. **Observamos que el tramo invertido se ha reducido a un tibio punto básico entre 7-10 años, cuando hace unos días se daba entre los 3-10 años. Estos recortes en las bolsas -en los cíclicos- vienen por los aumentos de los costes de financiación - subidas de los tipos en paralelo en toda la curva- y por los renovados ataques a la zona oriente de Ucrania. Pero la regla de la inversión está desapareciendo.** La recesión podría darse, pero como se indica al inicio la balanza de la FED se inclinará más hacia la relajación que hacia el endurecimiento en el momento que se noten recortes serios en los crecimientos. **Actualmente se centran en crear un colchón, en un endurecimiento que se desenrudecerá en su momento.** No nos queda otra que encomendarnos al “buen hacer” de la Institución. Pero cierto es que las subidas de tipos van a frenar el crecimiento. **Estamos muy atentos a los resultados del primer trimestre que ya han comenzado.**

Subastas 10 años EE.UU.

Desde octubre del año pasado las subastas son más competitivas, hay más predisposición por ir creando una cartera de bonos, una vez que el bono rompía la rentabilidad del 1,50%. Una barrera muy importante como se indicaba en el punto anterior. Las rentabilidades adjudicadas estaban cada vez más ajustadas y más por debajo de las rentabilidades que determinaba el mercado:

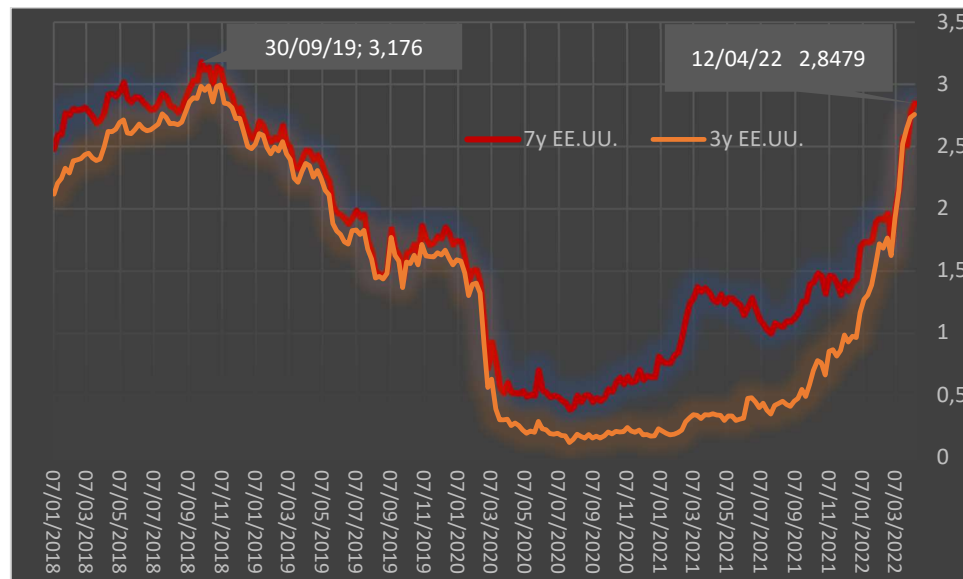


Mayores y menores incrementos de tipos desde diciembre de 2021



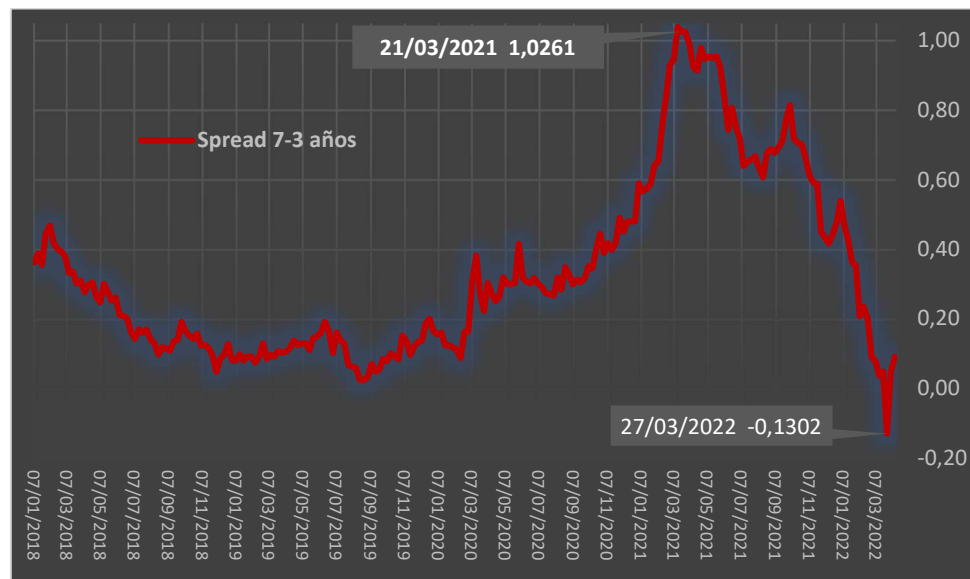
Las partes más estresadas se siguen manteniendo entre los 2 y los 3 años. Si le unimos que el tramo invertido -el rendimiento más alto, quitando el de los 20 y 30 años- se inicia en el 7 años, podríamos deducir que sería el vencimiento, o incluso la duración, máxima a mantener si quisiéramos comprar bonos americanos. Dado que la situación, como no puede ser de otro modo, se está complicando, entre otras capas, por estos aumentos de los tipos y que como se indica más arriba podrían derivar en una recesión si no se manejan bien los tiempos, también podríamos deducir que estos tipos deberán reducirse en algún momento. **Esta ecuación nos podría devolver como resultado la incorporación -ir creando- de una cartera de bonos americanos con una duración de unos 6 años o de un vencimiento efectivo no superior a los 7 años.**

Evolución del 7 y del 3 años de los EE.UU.



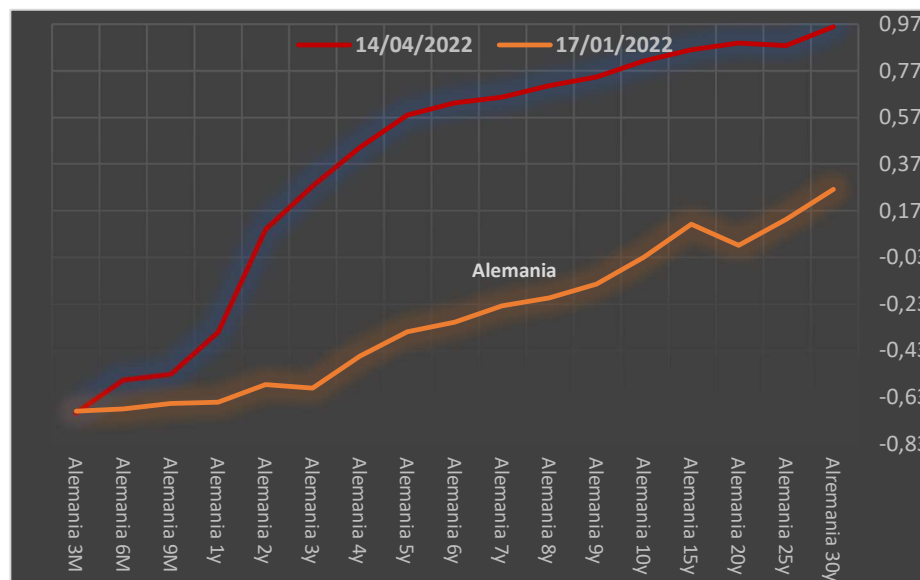
La diferencia con los máximos desde el 2018 no llega a los 33 puntos básicos.

El spread entre estos 2 vencimientos

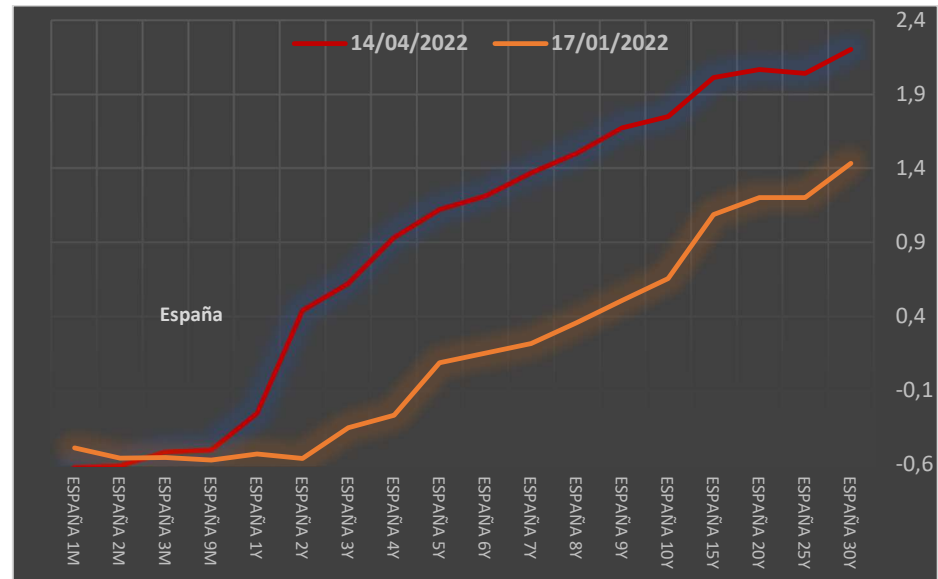


Hizo mínimos en marzo y ha comenzado a recuperar. Es decir, este tramo tenderá a bajar las rentabilidades ofreciendo una oportunidad de ganancias en precio.

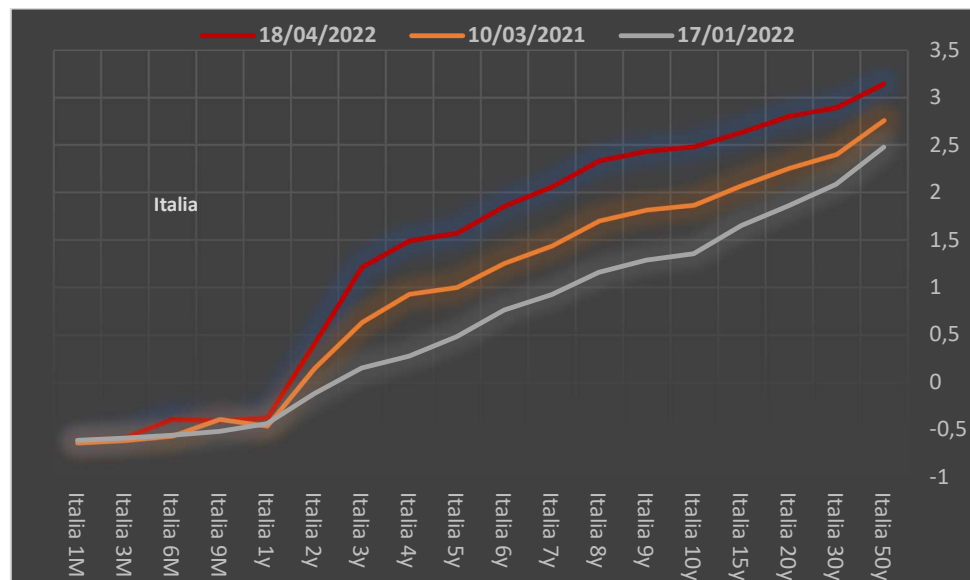
Europa
Alemania



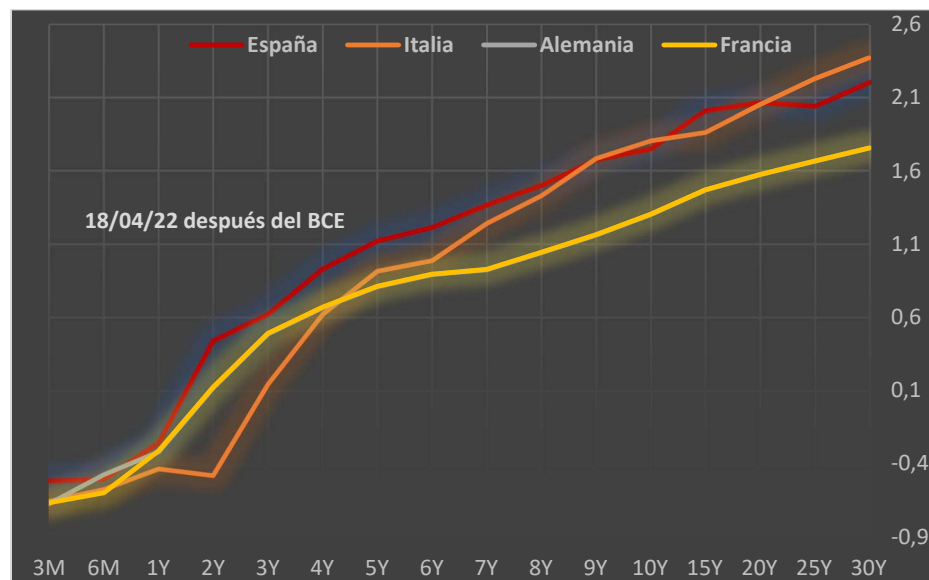
España



Italia



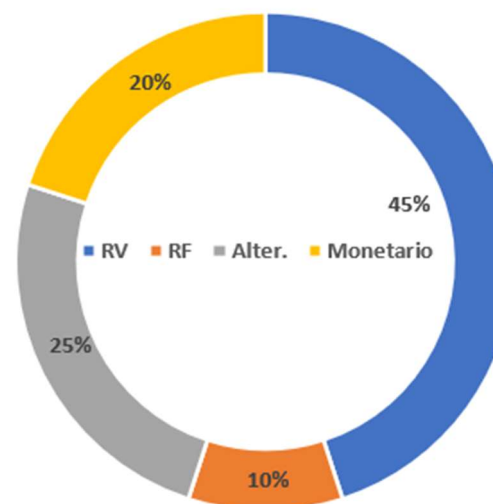
Aunque se nota un incremento notable de los tipos, es a partir del año. **El año y por debajo presentan aún tasas negativas en toda Europa** - aunque se perciba cierto avance en este tramo desde principios de 2022- y se vieron de nuevo presionadas a la baja el jueves 12, después de las declaraciones de C. Lagarde. Lo que se podría traducir en muchas dudas sobre esos aumentos que se podrían anunciar en la reunión de junio para finales de año:



Porfolio postguerra

Cuando se habla del “período” se refiere a las 140 sesiones que separan el inicio de las dudas sobre los precios -01 de septiembre de 2021- hasta la actualidad.

ACTIVO	Peso %
Fondos de inversión	
Renta fija	30%
INSTICASH MONEY 3M EUR PRIV EU	20%
MFS Meridian U.S. Government Bond Fund EUR	10%
Alternativos	25%
ELEVA ABS RTR EUROP EUR	15%
Pictet TR Atlas Titan EUR	10%
Renta variable	36%
GLG PANEURP EQ GRTH EUR	5%
BL-Equities America EUR Hedged	5%
MainFirst Global Equities Unconstrained	5%
MS GLOBAL BRANDS FND EUR	13%
LM INFRSTCR VALUE EUR	4%
Pictet Security EUR	4%
ETF renta variable	9%
ETF ISHARES STOXX 600 AUTO DE	3%
ETF ISHR EUR 600 TRAVEL LEIS D	3%
ISHARES MSCI EM ACC EUR	3%
Total	100%



Correlaciones

	MSCI World	INSTICASH MONEY 3M EUR PRIV EU	MFS Meridian U.S. Government Bond Fund A1 EUR	ELEVA ABS RTR EUROP A1 AC EUR	Pictet TR Atlas Titan P EUR	GLG PANEURP EQ GRTH DC ACC EUR	BLI EQUITIES AMERICA B ACC USD	MAINFIRST GLB EQUIT F A AC EUR	MS GLOBAL BRANDS FND A ACC EUR	CB INFRSTCR VALUE A ACC EUR	Pictet Security P EUR	ETF ISHARES STOXX 600 AUTO DE	ETF ISHR EUR 600 TRAVEL LEIS D	ISHARES MSCI EM ACC EUR
MSCI World	1	0,50	0,04	0,86	0,88	0,89	0,97	0,81	0,67	-0,06	0,88	0,73	0,46	0,79
INSTICASH MONEY 3M EUR PRIV EU	0,50	1	-0,23	0,30	0,33	0,77	0,48	0,75	-0,18	-0,77	0,66	0,22	0,80	0,54
MFS Meridian U.S. Government Bond Fund A1 EUR	0,04	-0,23	1	0,38	0,40	0,11	0,16	0,17	0,51	0,43	0,27	-0,03	-0,57	-0,18
ELEVA ABS RTR EUROP A1 AC EUR	0,86	0,30	0,38	1	0,97	0,81	0,89	0,74	0,79	0,05	0,82	0,75	0,20	0,63
Pictet TR Atlas Titan P EUR	0,88	0,33	0,40	0,97	1	0,82	0,91	0,77	0,80	0,01	0,83	0,77	0,22	0,69
GLG PANEURP EQ GRTH DC ACC EUR	0,89	0,77	0,11	0,81	0,82	1	0,89	0,95	0,45	-0,35	0,96	0,58	0,57	0,73
BLI EQUITIES AMERICA B ACC USD	0,97	0,48	0,16	0,89	0,91	0,89	1	0,79	0,72	-0,05	0,89	0,70	0,37	0,73
MAINFIRST GLB EQUIT F A AC EUR	0,81	0,75	0,17	0,74	0,77	0,95	0,79	1	0,34	-0,35	0,93	0,48	0,53	0,69
MS GLOBAL BRANDS FND A ACC EUR	0,67	-0,18	0,51	0,79	0,80	0,45	0,72	0,34	1	0,47	0,54	0,61	-0,22	0,39
CB INFRSTCR VALUE A ACC EUR	-0,06	-0,77	0,43	0,05	0,01	-0,35	-0,05	-0,35	0,47	1	-0,17	-0,14	-0,68	-0,37
Pictet Security P EUR	0,88	0,66	0,27	0,82	0,83	0,96	0,89	0,93	0,54	-0,17	1	0,49	0,42	0,64
ETF ISHARES STOXX 600 AUTO DE	0,73	0,22	-0,03	0,75	0,77	0,58	0,70	0,48	0,61	-0,14	0,49	1	0,41	0,81
ETF ISHR EUR 600 TRAVEL LEIS D	0,46	0,80	-0,57	0,20	0,22	0,57	0,37	0,53	-0,22	-0,68	0,42	0,41	1	0,61
ISHARES MSCI EM ACC EUR	0,79	0,54	-0,18	0,63	0,69	0,73	0,73	0,69	0,39	-0,37	0,64	0,81	0,61	1

Ratios individuales

	INSTICASH MONEY 3M EUR PRIV EU	MFS US GOVERNMENT T BF A1 AC EUR	ELEVA ABS RTR EUROP A1 AC EUR	PICTET TR ATLAS TITAN P AC EUR	CB INFRSTR VALUE A ACC EUR	MS GLOBAL BRANDS FND A ACC EUR	BLI EQUITIES AMERICA B ACC USD	MAINFIRST GLB EQUIT F A AC EUR	PICTET SECURITY P ACC EUR	GLG PANEURP EQ GRTH DC ACC EUR	ETF ISHR EUR 600 TRAVEL LEIS D	ETF ISHARES STOXX 600 AUTO DE	MSCI EM ACC	MSCI WORLD
Peso % cartera	20,00%	10,00%	15,00%	10,00%	4,00%	13,00%	5,00%	5,00%	4,00%	5,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Rentabilidad año	-0,63%	3,06%	2,05%	0,70%	22,56%	13,53%	0,37%	-5,96%	8,24%	-3,58%	-4,55%	-24,02%	-12,59%	0,06%
Rentabilidad período	-0,40%	1,05%	-0,32%	-2,13%	14,25%	5,74%	-5,46%	-16,36%	-5,03%	-16,48%	-5,75%	-26,97%	-15,88%	-0,27%
Volatilidad día	0,00%	0,48%	0,23%	0,41%	0,68%	0,79%	0,94%	1,25%	1,10%	1,35%	1,15%	1,95%	1,84%	0,83%
Volatilidad anual	0,03%	7,51%	3,67%	6,56%	10,81%	12,43%	14,74%	19,97%	17,45%	21,20%	18,51%	31,31%	29,57%	13,40%
Volatilidad día período	0,00%	0,54%	0,25%	0,46%	0,75%	0,90%	1,07%	1,41%	1,27%	1,61%	1,27%	2,12%	2,09%	0,95%
Volatilidad anual período	0,03%	8,62%	3,97%	7,36%	11,97%	14,39%	17,20%	22,54%	20,30%	25,84%	20,43%	33,96%	33,51%	15,27%
Volatilidades sobre anual del período	1,15	1,15	1,08	1,12	1,11	1,16	1,17	1,13	1,16	1,22	1,10	1,08	1,13	1,14
Beta sobre MSCI World	0,03	0,56	0,27	0,49	0,81	0,93	1,10	1,49	1,30	1,58	1,38	2,34	2,21	1
Beta sobre MSCI World del período	0,00	0,56	0,26	0,48	0,78	0,94	1,13	1,48	1,33	1,69	1,34	2,22	2,19	1
Alpha actual			0,04	0,01	0,23	0,14	0,00	-0,05	0,08	-0,02	-0,03	-0,23	-0,12	0,00
Sharpe actual			0,36	-0,002	2,02	1,03	-0,02	-0,33	0,43	-0,20	-0,28	-0,79	-0,45	-0,05

Ratios del conjunto

	MSCI World	Porfolio
Rentabilidad año	0,06%	1,85%
Rentabilidad período	-0,27%	-2,49%
Volatilidad día	0,83%	0,52%
Volatilidad anual	13,40%	8,22%
Volatilidad día período	0,95%	0,52%
Volatilidad período	9,83%	6,15%
VaR 95 anual	22,11%	13,56%
VaR 95 período	16,23%	10,14%
Volatilidades sobre anual del período	1,14	0,75
Beta sobre MSCI World	1,00	0,63
Beta sobre MSCI World del período	1,00	0,55
Alpha actual	0,00	0,03
Alpha del período	0,00	-0,04
Sharpe actual período	-0,03	-0,42
Sharpe actual anual	-0,05	0,21

Contribución de cada activo a la volatilidad de la cartera, para los diferentes períodos:

	Volatilidad día 0,52%		Volatilidad 140 sesiones 6,15%		Volatilidad 250 sesiones 8,22%	
	Volatilidad	Peso del riesgo %	Volatilidad	Peso del riesgo %	Volatilidad	Peso del riesgo %
INSTICASH MONEY 3M						
EUR PRIV EU	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%	0,04%
MFS Meridian U.S. Government						
Bond Fund A1 EUR	0,02%	3,12%	0,19%	3,12%	0,26%	3,12%
ELEVA ABS RTR EUROP						
A1 AC EUR	0,04%	7,14%	0,44%	7,14%	0,59%	7,14%
Pictet TR Atlas						
Titan P EUR	0,05%	8,88%	0,55%	8,88%	0,73%	8,88%
GLG PANEURP EQ GRTH						
DC ACC EUR	0,07%	13,80%	0,85%	13,80%	1,13%	13,80%
BLI EQUITIES						
AMERICA B ACC USD	0,05%	9,81%	0,60%	9,81%	0,81%	9,81%
MAINFIRST GLB EQUIT						
F A AC EUR	0,06%	11,56%	0,71%	11,56%	0,95%	11,56%
MS GLOBAL BRANDS						
FND A ACC EUR	0,09%	17,30%	1,06%	17,30%	1,42%	17,30%
CB INFRSTCR						
VALUE A ACC EUR	0,00%	-0,23%	-0,01%	-0,23%	-0,02%	-0,23%
Pictet Security						
P EUR	0,05%	9,03%	0,56%	9,03%	0,74%	9,03%
ETF ISHARES STOXX						
600 AUTO DE	0,05%	9,54%	0,59%	9,54%	0,78%	9,54%
ETF ISHR EUR 600						
TRAVEL LEIS D	0,02%	4,46%	0,27%	4,46%	0,37%	4,46%
ISHARES MSCI						
EM ACC EUR	0,03%	5,55%	0,34%	5,55%	0,46%	5,55%
Total	0,52%	100%	6,15%	100%	8,22%	100%

El porqué de cada activo

Inticash Money 3M Eur

Fondo monetario que se puede sustituir por cuenta corriente. Ya que lo que se pretende es disponer de cierto importe para afrontar oportunidades. También, para situaciones contrarias, para reducir el riesgo de la cartera canalizando importes en activos de riesgo hacia este fondo.

MFS Meridian U.S. Government Euro

Es la apuesta más llamativa del porfolio. Incluso la podríamos retrasar unas semanas. Como se argumenta en el informe, la parte de la curva americana que más estresada se encuentra es la de los 3 años. Por otro lado, desechando la parte más larga de la curva -la de mayor duración y sensible a las expectativas de tipos- de los 20 a los 30 años, nos encontramos con el pico de rentabilidad en los 7 años, que nos marcaría el vencimiento efectivo máximo cuya duración estaría ligeramente por debajo de los 6 años a los tipos actuales. Estos datos de vencimientos y duración los tiene el fondo. También esta denominado en euros y tomaría la versión de divisa cubierta, aunque tenga un coste aproximado de dos puntos porcentuales por las diferencias de los swaps de tipos de las dos divisas. Dada la coyuntura actual pensamos que las rentabilidades han corrido mucho y nos les queda mucho más recorrido antes de comenzar el movimiento contrario, de bajada. Movimiento este último que empuja los precios hacia arriba. Recordemos que los tipos se encuentran ahí arriba por las alzas de los precios, por las materias primas, por el Covid y por la invasión de Ucrania. Elementos que tenderán a reducirse y relajar la curva americana. Recordemos que son bonos del Tesoro americano.

Es un buen argumento para quien le encaje ir apuntando a la compra de bonos directos, dada su rentabilidad y expectativa de revalorización en precio. Un bono del Tesoro americano con una expectativa de ir a vencimiento tiene el riesgo, que no es poco, del tipo cambio euro-dólar.

Eleva Retorno Abs. Europa Eur

Eleva, boutique con sede en Francia y Londres. Entidad con un tamaño muy inferior a Pictet, pero con un modelo long-short de mucha calidad. Localizar un fondo con sus resultados ajustados a una volatilidad de ~4,5% no es nada sencillo y menos en períodos de tantas oscilaciones. Aquí tenemos unos de los pocos fondos que cumplen estas características. El cual se centran en Europa. Ha sido una perfecta elección como sustituto de la renta fija -lo que fue el activo tranquilo de las carteras-, ya que nos ha ofrecido retornos positivos, más que acordes con su estructura de volatilidad. Manteniendo durante todos

estos años de incertidumbre unos niveles de riesgo muy ajustados, sin apenas sufrir los picos que marcaban los mercados. Como este tipo de fondos, tiene una estructura de costes elevados, pero lo vale, ya que lo que nos importa es la rentabilidad que ofrece ajustada al riesgo, es decir, el valor liquidativo neto que ofrece el fondo a diario.

Pictet TR Atlas Titan Eur

Gestora con gran experiencia en este tipo de fondos de retorno absoluto con estrategias long-short, con complejos modelos matemáticos, que ofrecen un buen resultado. Este fondo en concreto asume más riesgo que el anterior o algunos muy conocidos de la casa. Elegido para darle un poco más de alegría a esta parte más tranquila, hasta que recuperen del todo los niveles iniciales del año. Una vez lleguemos a ese punto nos plantearemos si este fondo debería continuar en cartera.

Man GLG Pan-European Equity Growth Class

Fondo de la gestora Man centrado en compañías europeas de estilo crecimiento, con un sesgo claramente cíclico. Su composición sectorial -donde sobresale el consumo cíclico unido a pinceladas defensivas- y la penalización que lleva en el año -mayor sensibilidad al mercado- han sido los puntos más relevantes para su selección. Junto con los ETF serán los encargados de ofrecer rentabilidad al portfolio por el lado europeo, una vez que se recupere esta parte tan penalizada y donde Evolutio cree que se encuentra el mayor recorrido a largo plazo. Posteriormente veremos si lo giramos a defensivos.

BL Equity America H Eur

Fondo que equilibra sectores cíclicos y defensivos americanos, dando a estos últimos un mayor peso. Se centra en grandes compañías y está denominado en euros con cobertura de divisa -dados los altos niveles alcanzados por el USD y pensando que no debería de ir a más-. Ofrece una beta alta con una volatilidad baja. ¿Por qué? Porque la mitad de su índice de referencia lo representan bonos cuya desviación típica no llega al 4,5%. Pensamos que recuperará el 11% de la penalización que lleva en el año. Sus ratios se adaptan al conjunto del portfolio.

MainFirst Global Equities Unconstrained

Se centra en EE.UU. y Europa, las zonas que más potenciamos en estos momentos. La primera más sólida y la segunda con un mayor potencial de recuperación. Sobrepondera el consumo cíclico y la tecnología. Ya se ha explicado por que queremos el componente cíclico. Por otro lado, seguimos pensando que la tecnología es un sector que siempre debe de tener presencia en las carteras. Los ratios de riesgo y rentabilidad son muy buenos, por lo que nos ofrece esa garantía de gestión histórica. No tiene una dirección clara de gestión, por lo que dependemos del gestor en gran medida, cuestión que nos podría favorecer, pero perdemos cierto control sobre nuestras propias estrategias. Como todos los fondos se monitorizan constantemente.

MS GLOBAL BRANDS

Fondo de armario de Morgan Stanley. Global con mucho peso en los EE. UU., se centra en sectores defensivos. Dentro de los grandes bancos es, a día de hoy, del que más nos fiamos. Llevan 2-3 años con un gran acierto, tanto en sus fondos, como en sus exposiciones públicas. Un estupendo fondo desde hace muchos años. Le damos una gran ponderación en el portfolio. Encaja perfectamente con la idea de que los sectores defensivos serán los ganadores en este 2022, de punta a punta.

LM INFRAESTRUC. VALUE EUR

Único fondo centrado en infraestructuras globales que sobrepondera claramente los EE.UU. Evolutio lo lleva recomendando desde noviembre del año pasado, dado que es un sector en boga y potenciado por el Plan de Infraestructuras del presidente Biden. En el año lleva un resultado destacado. Nos ofrece descorrelación, algo muypreciado en estos tiempos.

Pictet Security EUR

Fondo centrado en la ciberseguridad. Los ataques a través de internet son cada vez más frecuentes y sofisticados. Los diferentes gobiernos han advertido en reiteradas ocasiones a sus empresas que se protejan de estas invasiones online. El ataque bélico a Ucrania ha agudizado este problema.

ETF ISHARES STOXX 600 AUTO & PART

Se siguen vendiendo y fabricando vehículos. Es un sector imparable que tiene que hacer frente a una renovación mundial del parque automovilístico. Actualmente sufre los problemas en la cadena de fabricación, el aumento de las materias primas y la escasez de chips. Sector que se ha quedado muy rezagado, ofreciendo un alto potencial de revalorización para aquellos que no tengan prisa. Es una réplica física, no sintética.

ETF ISHR EUR 600 TRAVEL LEIS D

Sector con penalizaciones importantes, por la falta de movilidad por el Covid y las recientes restricciones en el espacio aéreo por la guerra de Ucrania. Es una réplica física, no sintética.

ISHARES MSCI EM ACC EUR

Dados los últimos recortes en este índice y la descorrelación que presenta hace que sea un activo adecuado para la estrategia del portfolio. Es una réplica física, no sintética.

Conclusiones:

- Los mercados se encuentran sesgados no por un problema en concreto, sino por una serie de capas: la bélica, el impacto de las materias primas, los coletazos del Covid y las reacciones de los bancos centrales. **Estas variables no son complementarias y de serlo caminan como un funambulista**, por una línea muy fina. Por lo que se debería confiar en el “buen hacer” de los banqueros centrales.
- Ahora los mercados se están quitando la primera capa, la bélica. Valorando que impacto tendrán estos segundos incrementos sobre las materias primas en las diferentes regiones o países. Lo que se traduce en una gran pérdida de visibilidad.
- Pero lo que realmente tenemos, en estos momentos, encima de la mesa, afectando directamente a los mercados es la agresividad de la FED y de los bancos centrales en general, para combatir los altos precios.
- Los sectores defensivos están por encima de los niveles pre-guerra. Los más cíclicos se encuentran por debajo, pero consiguieron alcanzarlos o superarlos hace dos semanas. **Una vez que estos cíclicos recuperen los niveles preguerra, definidos el 09/02/2022, se realizaría un cambio más orientado a defensivos.** Ante esta situación de incertidumbre tiene mucho sentido realizar este giro. Probablemente, sino pasará nada muy importante, sería la recomendación para la gran parte del año. Es probable que en Europa tarde más en recuperar la parte más ligada al ciclo. Si bien, vamos a mantener la parte cíclica europea a través de los ETF.
- Observamos que el tramo invertido en la curva de los EE.UU. se ha reducido, y casi desaparecido, hasta entre el 7 y el 10 años con una diferencia de un somero punto básico. Lo que nos lleva a pensar que estos recortes en las bolsas -en los cíclicos- vienen más por los renovados ataques a la zona oriente de Ucrania y por las subidas de los tipos en paralelo, que por una recesión como tal. Aunque una cosa puede llevar a la otra. **Pero una economía se levanta mejor desde la posición actual que desde el agujero de la recesión y esto lo tiene muy presente la FED.**
- Un peligro para los mercados sería pensar que la Reserva Federal sólo está pensando en la actualidad en los precios, en sus riesgos, y no tiene en cuenta a los mercados. Sería como quedarse sin esa importante cobertura -put- que se ha mantenido desde hace años.**

Evolutio considera que las últimas noticias de la FED, sobre las actas de la última reunión del FOMC en marzo, de los planteamientos más duros en cuanto subidas de tipos -ayer J. Bullard de St. Louis apoyaba un incremento de 75 pbs para estar a final de año en el 3,5%- y la retirada de liquidez del sistema -1 trillón USD al año-, tienen más que ver con la perspectiva de generarse un colchón para ser utilizado en períodos de verdaderas vacas flacas que para el fin anunciado de choque contra esta subida de los precios. **Estas medidas estresan a los mercados en el corto y medio plazo. Dado que tanto las subidas de tipos, como las retiradas de liquidez se traducen en tipos de financiación más altos.**

Como hemos visto, los últimos datos de los EE.UU. son mixtos, no reflejan una demanda desbocada que avale esta presión: las ventas minoristas flojas (0,5% Vs 0,8% anterior) y la confianza de los consumidores de la U. de Michigan por encima de lo estimado aunque se basan en unas expectativas de inflación del 5,4%; con una tasa de desempleo en niveles pre-Covid, pero continuamos pensando que el mercado laboral de los EE.UU. tiene un problema con una tasa de participación que no refleja la realidad -Bloomberg cifraba en 5 millones los trabajadores desaparecidos de estas listas comparados con los niveles prepandemia-.

El dólar, por su parte, se ha recuperado de nuevo, con estas posturas más estrictas. Encontrándose con una resistencia muy seria. Tan firme que se podría decir que el que quiera puede deshacer sus posiciones en USD o cubrirlas, dado que el recorrido de la divisa reina está muy limitado. Y ante una mejora de la situación global, podría perder un -5% en un primer tramo, para continuar hasta casi el -10% sobre los niveles de principios de año.

Dado que, como se argumenta en el estudio el tramo de vencimientos de los 3 a los 7 años tenderá a mantenerse muy cerca de los niveles actuales, se presenta la oportunidad de incluir una cesta de bonos con duración máxima sobre los 6 años o con un vencimiento efectivo no superior a los 7 años. De ahí que presentemos un fondo de inversión con esas características. Sin incurrir en riesgo de cambio, ya que la divisa base es el euro y tiene cobertura del cambio dólar-euro.

Por su parte, el BCE amenaza con retiradas de estímulos y subidas de tipos. Los mercados van más allá de la ambigüedad del discurso de C. Lagarde y de que probablemente sea más un deseo que una realidad. Europa no está en la misma coyuntura que los EE.UU., como bien comentó la presidenta. Aquí una retirada de estímulos y un incremento de los tipos daría como resultado, sí o sí, una recesión. Esto condiciona la buena perspectiva de los bancos europeos, que mantendremos y vigilaremos.

En Europa, aunque se nota un incremento notable de los tipos, es a partir del año. El año y por debajo, presentan aún tasas negativas en toda la Zona.

Los últimos datos de IPP -índice de los precios a la producción- de China muestran un recorte y el IPC se mantiene muy bajo. No son positivos los datos ofrecidos ayer sobre Índice de Producción Industrial, ventas minoristas y PIB. Cuidado, ya que están más ligados a las restricciones por la Covid que a otra cosa. Aunque el Partido no esté ejecutando los estímulos anunciados ante esta cascada de datos, estos se acabaran dando cuando los considere oportuno. Desde Evolutio se piensa que estos apoyos se darán, si son necesarios, e impulsarán no sólo el crecimiento chino, sino que **le dará apoyo a toda la zona y, muy probablemente, al mundo en general.**

Esperamos que finalmente las cotizadas chinas en los índices de los EE.UU. muestren sus datos a los auditores y así estas puedan seguir cotizando a partir de mayo en este país. Dejando a un lado el discurso -o la excusa- de un movimiento delicado para la seguridad nacional. Un dato añadido del “querer y no dar” del Partido.

Esta guerra puede ser el punto de no retorno sobre la bipolaridad casi total entre Occidente y Oriente.

Se va uniendo una crisis sobre otra. Desde la inmobiliaria en 2008 hasta la actual invasión de Ucrania. Todas asistidas con ayudas. Esta última amortiguando los precios de las materias primas para los consumidores finales y las empresas. Y los mercados agradecidos. Ya iremos viendo cómo se van digiriendo estos apoyos en forma de incrementos de deuda o disminuciones de presupuesto. Pero de momento, el corto y medio plazo está empezando a asistirse, por lo que deberíamos tomar cierto aliento.

Todo esto hace que nos tengamos que mostrar cautelosos y que se tenga que reiterar lo comentado al inicio de año: podremos cerrar un buen año, pero no será fácil, nos deberemos de remangar más que en otros ejercicios.